



TITLE:

# 日米英の対外資産負債残高における評価効果と金利効果の役割

AUTHOR(S):

宮崎, 聡

---

CITATION:

宮崎, 聡. 日米英の対外資産負債残高における評価効果と金利効果の役割. 岩本ゼミナール機関誌 2008, 12: 23-48

ISSUE DATE:

2008-02-19

URL:

<http://hdl.handle.net/2433/57056>

RIGHT:

論文題目

日米英の対外資産負債残高における  
評価効果と金利効果の役割

京都大学経済学部

入学年 2004年入学

学生番号 0400-16-6475番

氏名 宮崎 聡

提出年 2007年11月

## 1. イントロダクション

現在、アメリカの経常収支赤字に関して大きな関心が集まっている。1998 年以降拡大したアメリカの経常赤字は、2004 年には、約 6401 億ドル（対 GDP 比約 5.5 %）に達し、対外純債務は、同年末に約 2 兆 6600 億ドル（対 GDP 比約 22.6 %）に達した。これに対し、Mann(1999) 以降多くの論文、ワーキングペーパーがこの問題を取り上げている。<sup>1</sup>問題の中心は、アメリカの経常赤字が現在の水準を保ったまま推移するか、または、最近の動向を継続する形で拡大していくならば、将来において、ドルが大幅に減価し、世界経済の大きな失速要因になりかねないという懸念である。しかし、1990 年代以降国際的な金融市場の統合が進み、クロスボーダーの資産取引が拡大したことに注目した実証研究に基づき、多くの経済学者がアメリカの経常収支赤字の持続可能性に楽観的な見解を示している。<sup>2</sup>これらの主張は、アメリカの対外純投資ポジションの変化が、キャピタルゲインに依存している程度が上昇していることを根拠に、このキャピタルゲインが起こりうるドルの大幅な減価のショックを吸収する可能性を指摘している。（評価効果）

これに対し、今後アメリカの対外純債務に対し、投資家が金利の上昇を望み始めると、現在、黒字であるアメリカの所得収支が、赤字化し、経常収支がさらに悪化し、キャピタルゲイン（すなわち評価効果）を打ち消すことを懸念している経済学者もいる。<sup>3</sup>（金利効果）

本論文では、対外純投資ポジションにおいて重要な役割を演じている「評価効果」と「金利効果」を比較する。つまり、アメリカの経常収支赤字の持続可能性を直接議論するのではなく、それを議論するために必要となるであろう、対外純投資ポジションについて議論するものである。まず第二章において、論文の主体となる分析の方法論を提示し、第三章において、日米英の対外純投資ポジションの歴史的変遷について分析し、第四章において、結論を述べる。

## 2. 方法論

ここでは、日米英の評価効果と金利効果を比較するための方法論を提示する。また、より詳細な分析を行なうために、各国の対外純投資ポジションを、対外総資産と対外総負債に分割する。また、それぞれを株式資産（負債）、対外直接投資資産（負債）そして債券・銀行融資・その他を含む債務性（以後 Debt とする）資産（負債）の三つにわけると。これは、Lane and Milesi-Ferretti(2006) に負っている。<sup>4</sup>そして、その各資産（負債）について、キャピタルゲインあるいはロス（評価効果）とインカムゲインあるいはロス（金利効果）を求め、それぞれの収益性そしてその効果の源泉について分析する。

次に、評価効果、金利効果の求め方を説明する。まず、金利効果についてであるが、それは以下の式で定義される。

$$IGX_t = \frac{IX_t}{PX_t}$$

ここで  $IGX_t$  は、資産 X の t 期における金利、 $IX_t$  は、インカムゲインあるいはロス、 $PX_t$  は、

<sup>1</sup>Brookings Papers on Economic Activity では、2001 年と 2005 年に二度大きく取り上げられている

<sup>2</sup>Gourinchas and Rey(2005) や Lane and Milesi-Ferretti(2002, 2004) が中心

<sup>3</sup>Obstfeld and Rogoff(2005) が中心

<sup>4</sup>Lane and Milesi-Ferretti(2006) では、1970 年から 2004 年にかけて、140 国にわたる対外総資産と対外総負債のデータセットの作成が行なわれている。

投資ポジションを表している。 $IX_t$  は、国際収支表の所得収支からとっており、ゲイン・ロスともに正の値である。 $PX_t$  は、対外資産負債残高表から取り出している。これも、資産、負債にかかわらず正の値で取っている。

次に評価効果についてであるが、まず、資産 X の資産残高恒等式を以下のように定義する。

$$PX_{t+1} - PX_t = FX_{t+1} + KG_{t+1} = FX_{t+1} + RX_{t+1}PX_t +$$

この式が示しているのは、t 期から t+1 期への資産 X の残高の変化は、 $KG_{t+1} = RX_{t+1}PX_t$  で示されるキャピタルゲインによる変化分と、 $FX_{t+1}$  で示される資本収支による変化分ということを示している。つまりこの  $RX_{t+1}$ こそが、評価効果 (Total Return) であり、式変形した

$$RX_{t+1} = \frac{PX_{t+1} - PX_t}{PX_t} - 1 \quad (1)$$

によって求められる。なお、Obstfeld and Rogoff(2005) の脚注 15 (81,2 ページ) では、キャピタルゲインを、

$$(PX_{t+1} - PX_t) - FX_t$$

すなわち、t 期から t+1 期への投資ポジションの変化から投資フローを引いたものとして定義しているが、式 (1) の  $RX_{t+1}$  は、この定義によるキャピタルゲインを  $PX_t$  で割ったものに他ならない。また  $FX_t$  は、Obstfeld and Rogoff(2005) と同様に国際収支表における資本収支から取り出している。 $FX_t$  も他の変数と同様に、流出・流入にかかわらず、ポジションを蓄積した場合、正の値を取っている。<sup>5</sup>なお、 $PX_t$  が  $NFA_t$  のようにネット資産のような場合には、この分析方法を用いるのは望ましくない。なぜならば、ある国が純債務国から純債権国に移行した場合、絶対値でみた対外純資産が非常に小さくなり、Total Return が非常に大きな値をとることになるからである。さらに、純債務国では、式 (1) 第一項目の分母が負になるため、キャピタルゲインを得ている場合に負の値を出してしまうからである。以上が方法論である。では、次の章から実際の分析に移りたいと思う。<sup>6</sup>

### 3. 「評価効果」対「金利効果」

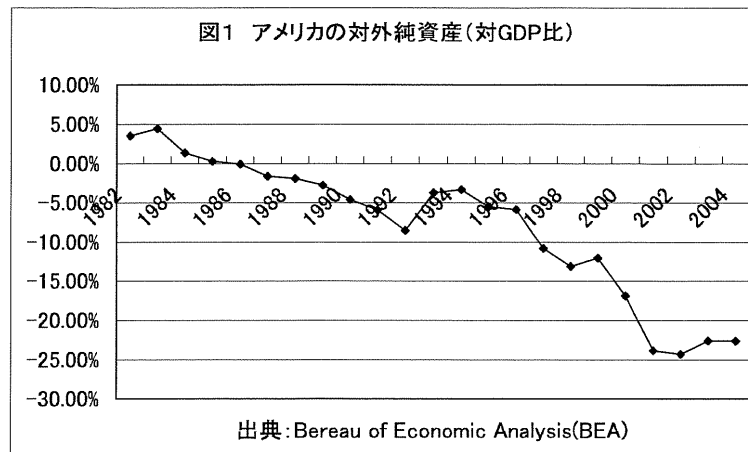
この章では、評価効果と金利効果を前章で述べた方法論に基づき分析する。まず、第一節から第三節において、アメリカ、日本、イギリスの順で分析する、第四節において、まとめを行なう。

#### 3.1 アメリカ

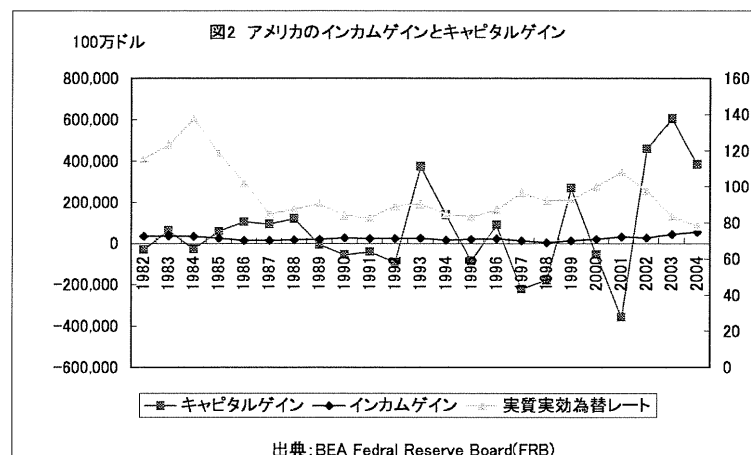
まず、アメリカの対外純資産の変化についてみている。アメリカは 1986 年債務国になって以降、90 年代に多少改善しているが、一貫して債務を蓄積している。図 1 で注目すべき点は、2001 年以降対外純資産はほぼ横這いであり、一部に増加も見られるという点である。アメリカの経常収支赤字は 2001 年以降も増加しているにもかかわらずである。2001 年の対外資産に 2004 年までの経常収支を足すと、その値は対 GDP 比で約 -32 % であり、これは、実際の値よりも、10 ポイントも低

<sup>5</sup>つまり、ポジションを解消した場合は、負の値を取る。

<sup>6</sup>データのほとんどを、IMF Balance of Payments Yearbook から取得している。ただし、アメリカに関しては、Bureau of Economic Analysis (BEA) から取得している。また、実効実質為替レートは、イングランド銀行から取得した。



い数字である。すなわち、アメリカはその三年間で GDP 約 10 %に匹敵するキャピタルゲインを得たことになる。では、次にキャピタルゲインとインカムゲイン・ロスの推移について見る。図 2

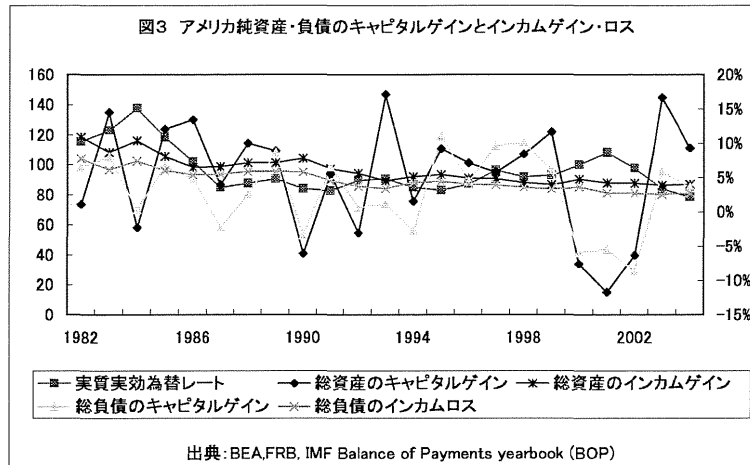


からわかるように、インカムゲインは1982年以降、一定の正の値をとって推移している。つまり、アメリカは、負債を拡大しつつも、ネットの所得受取国であった。このことにより、アメリカは大きなコストを負担することなく、純債務国であり続けることができているのである。<sup>7</sup>次に、キャピタルゲインについてであるが、インカムゲインに比べ、非常に変動が大きいことが分かる。また、図2に示されているように、実効実質為替レートと強い逆相関がある。相関係数は、1982年から2004年にかけては-0.265であるが、1997年から2004年にかけては-0.682と相関関係は強化されている。すなわち、ドル安はアメリカにキャピタルゲインをもたらし、ドル高はキャピタルロスをもたらす傾向があるということである。このことを根拠にし Cavallo and Tille (2006) は、ドル安により、評価効果を通じアメリカは対外純債務に急激な変化をもたらさずに、貿易チャネルを通じて経常収支をバランス化することができると主張している。すなわち、評価効果がよりスムーズなドル減価を可能にすると主張している。しかし、それは、経常収支赤字の改善が必要ないと主張しているわけではない。例えば、Gourinchas and Rey(2005) は、為替レートによる評価効果は、アメリカの対外純負債を安定化させるのに三分の一の効果がある一方、残りの三分の二は経常収支

<sup>7</sup>このことについては、Higgins, Klitgaard and Tille (2005) で綿密な議論がされている。

赤字の改善によるとだろと示している。

しかし、この評価効果が、アメリカの対外債務を減らしうる主張の根拠は何であろうか。また、Obstfeld and Rogoff(2005) が主張しているように、金利効果が発生し、評価効果を打ち消すことがあるのだろうか。そのことを対外投資ポジションを分解することで調べる。まず、総資産と総負債のキャピタルゲインとインカムゲイン・ロスについて調べる。図3と図2を比較したら分かるよ



うに、アメリカが大きなキャピタルゲインを得るときには、総資産の Total Return が総負債のそれを大きく上回っている。つまり、 $PTA < PTL$  なので  $RTA \cdot PTA - RTL \cdot PTL = KG > 0$  となるためには、 $RTA \gg RTL$  となる必要がある。<sup>8</sup>しかし、Total Return の平均を求めてみると、82年から04年では総資産 5.21 %、総負債 2.97 %であったのに対し、97年から04年では総資産が 3.30 %に落ちたのかかわらず、総負債は 1.90 %に落ちるに留まっている。その上、標準偏差は、総資産に関して 0.080 (82年から04年) から 0.097 (97年から04年) に増加し、総負債に関しては 0.055 から 0.070 に増加している。つまり、ボラティリティは、総資産・総負債ともに上昇したが、収益性は総資産のみ、落ち込んだといえる。キャピタルゲインを得るためには、 $RTA \gg RTL$  が必要条件であるが、それを達成するのが難しくなってきたといえる。しかしながら、為替レートとの相関係数は、同時期に総資産とは -0.153 から -0.822 になり、総負債とは、-0.010 から -0.532 に強化されている。つまり、ドルが減価すれば、直ちに総資産の total return は上昇し、上昇幅も高いボラティリティのもと非常に大きい値を取ることが予想される。また総負債は、ドルの減価に対する感度は、上昇しつつも大きくないので、アメリカが大きなキャピタルゲインを得ることができる。

しかし、そのときに金利効果が発生し、評価効果を打ち消す可能性がある。では、その可能性について検討する。まず現在、アメリカは、対外純債務国でありながら純所得受取国である。それは一体どういうことなのかを分析する。t 期の純受取所得 ( $NRI_t$ ) は、第二章の定義を用いると次のように書くことができる。

$$NRI_t = ITA_t PTA_t - ITL_t PTL_t$$

ここで、 $ITA_t$  は対外総資産に対する、 $ITL_t$  は対外総負債に対する金利を示してる。アメリカは、対外純債務国 ( $PTA < PTL$ ) であるのかかわらず、純所得受取国 ( $NRI > 0$ ) であるのは、

<sup>8</sup>ここで  $PTA$ 、 $PTL$ 、 $RTA$ 、 $RTL$  は、総資産ポジション、総負債ポジション、総資産の Total Return、総負債の Total Return を示している。

ITA >> ITL だからである。それは、図3を見れば、明らかである。1982年から2004年にかけて、NRI > 0 であるので、金利効果は、アメリカの対外純債務を軽減する方向に働いてきた。82年から04年のITAの平均は、6.08%であり、これは、総資産の評価効果の平均値5.21%を上回っている。つまり、アメリカの経常収支赤字を持続可能なものになっている中心的要素であるといえる。また、ITLの平均値は、4.61%（総負債の評価効果の平均値2.97%より大きい）であるが、標準偏差は、0.015と非常にボラティリティが低い。その結果、アメリカは、安定低金利でファイナンスし、高収益な資産に投資することができたのである。しかし、PTLがPTAよりも十分大きくなれば、（現在その傾向にある）たとえ、ITA >> ITLであっても、アメリカが純所得支払国（NRI < 0）になる可能性がある。そうなれば、金利効果は、アメリカの対外純債務を拡大する方向に働き、また評価効果を上回るほどになれば、アメリカは対外純債務の改善のために急激なドル安を必要とする事態に陥ってしまう。その可能性は果たしてあるのか、それを検討する。しかし、この段階では非常に困難である。なぜならば、資産・負債の金利のボラティリティはともに小さく（82年から04年で0.020、0.015）、資産の金利と負債の金利の相関関係が非常に強いのである（82年から04年で0.970）。また為替レートとの相関関係も資産の金利で0.642、負債の金利で0.551であり、資産と負債で大きな違いが見られない。それゆえ、金利の反転はありえそうにないと考えられるのだが、純債務・純所得受取国というのは通常の状態ではないので、断言できない。そのため、なぜアメリカが純所得受取国なのかを詳しく分析する必要がある。そこで、対外総資産・総負債をそれぞれ三つのカテゴリー（株式資産、直接投資資産、Debt資産）にわけて詳細に分析し、果たして金利効果が評価効果を上回ることがあるかを分析する。<sup>9</sup>前提として、それぞれの三つのカテゴリーが総資産と総負債の内どの程度を占めているかを調べる。図4は対外資産の内訳、図5は、対外負債の内訳を示している。

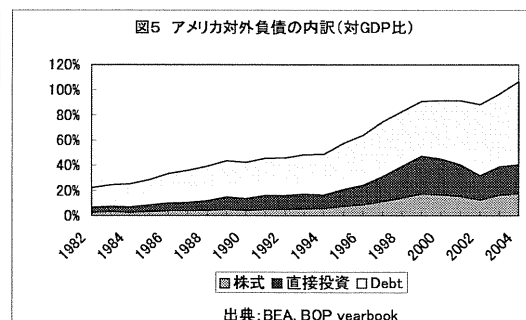
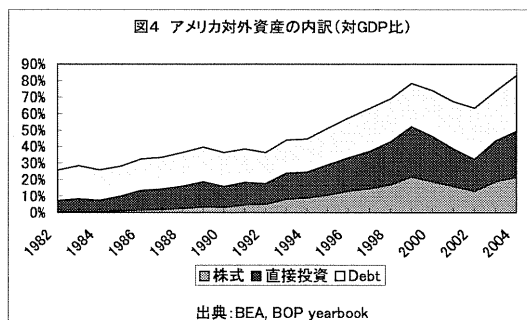


図4から、アメリカの対外資産は、1980年代は、Debt資産が中心であったが、近年は、株式資産と直接投資資産の割合が増えてきていることがわかる。また、図5から、アメリカの対外負債は、1980年代から一貫してDebt負債が大きな割合を占めていることがわかる。さらに、これらをネットと考えてアメリカの対外投資ポジションを見ると、表1のようになる。これに関連してGourinchas and Rey(2007)は、アメリカがかつては「世界の銀行家」(world banker)であって、現在は「世界のベンチャーキャピタル」になり、「法外な特権」(exorbitant privilege)を享受し続けていると表現している。<sup>10</sup>「世界の銀行家」とは、Debtが資産・負債の中心であり、そのうえ資産の中心は銀行融資であって、負債の中心は、債券投資であったことから、「短期借り・長

<sup>9</sup>Gourinchas and Rey(2007)では、資産・負債を株式、直接投資、債券、その他の四つのカテゴリーにわけ、1952年から四半期ずつのTotal Returnを調べている。さらに、このTotal Returnをreturn effectとcomposition effectの二つに分解しての分析も行なっている。

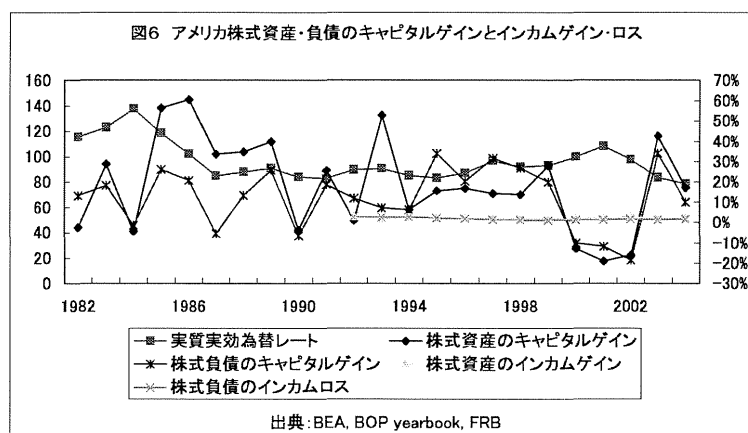
<sup>10</sup>この「世界の銀行家」という表現は、Kindleberger(1965)に由来している。

	株式	直接投資	Debt
1982 年	ショート	ロング	ロング
2004 年	ロング	ロング	ショート

表 1: アメリカの対外投資ポジションの変化

期貸し」と言うことができ、あたかもアメリカが一国全体として銀行業を営んでいた、ということを示している。また、「世界のベンチャーキャピタル」とは、表 1 からわかるように、「株式をロングし、債券をショート」していることを指している。

では、株式資産に関して分析する。図 6 は、株式資産・負債のキャピタルゲイン ( $REA$ 、 $REL$ ) とインカムゲイン・ロス ( $IEA$ 、 $IEL$ ) を示したものである。<sup>11</sup>



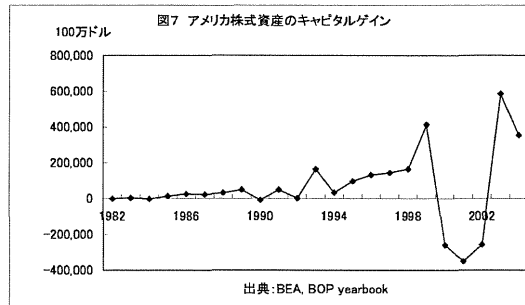
この図 6 で注目すべきは、株式資産・負債のキャピタルゲインのボラティリティが高いことである。株式資産の標準偏差は、82 年から 04 年にかけて 0.226、92 年から 04 年にかけて 0.205、対して株式負債の標準偏差は、82 年から 04 年にかけて 0.149、92 年から 04 年にかけて 0.170 であった。また、株式資産の平均 Total Return は、18.75 % (82 - 04 年)、12.41 % (92-04 年)、一方負債の平均 Total Return は、12.43 % (82 - 04 年)、12.47 % (92-04 年) であった。また重要なことは、アメリカは 92 年以前は株式をショートしていたが、92 年以後は株式をロングしているということである。そのため、92 年以前は、 $PEA_t < PEL_t$  かつ、 $REA_t \gg REL_t$  であるので  $KGNEA_t = REA_t PEA_t - REL_t PEA_t$  で表される株式純資産のキャピタルゲイン ( $KGNEA$ ) は、ある程度大きいものが予想されるが図 7 に示されるように非常に小さい。これは、92 年以前は、現在のようにレバレッジがかかっていなかったからである。<sup>12</sup> それに比べ、92 年以降のキャピタルゲインは、ボラティリティは上昇したものの、非常に大きな値をとっており、このことから巨大なキャピタルゲインの源泉に次の二点が挙げられる。

1. Total Return に関して、資産が負債を上回っていること
2. レバレッジがかかっていること

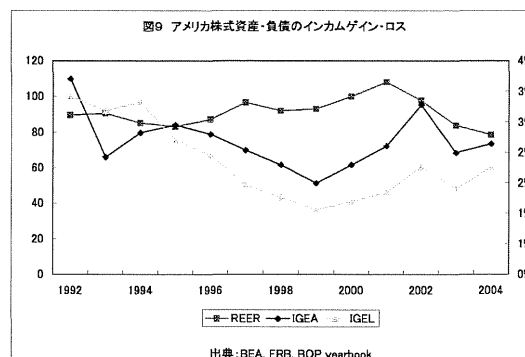
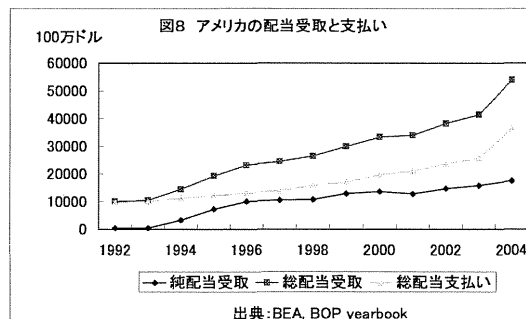
<sup>11</sup>1992 年以前のインカムゲインについては、データが取得できず。

<sup>12</sup>アメリカが株式をショートしていたことが直接の原因ではないことが、期間内一貫してロングであった直接投資を調べることで確認される。





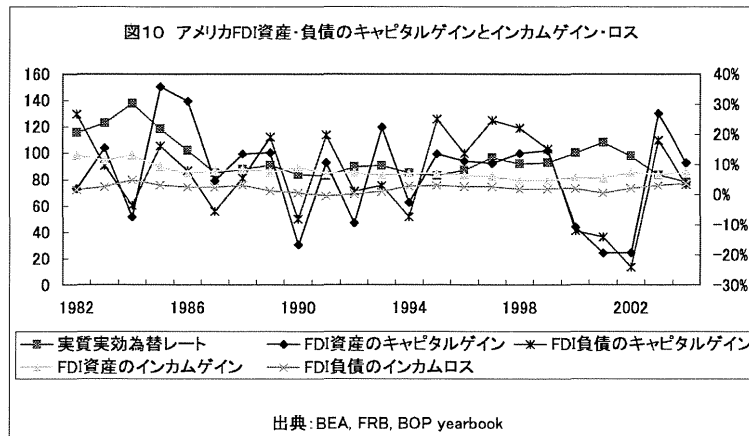
また、為替レートとの相関関係であるが、株式資産・負債ともに強化されていることが分かる。(相関係数は-0.134 から-0.582、-0.148 から-0.571 に変化) これは、1990 年代以前は、クロスボーダーな株式の売買は現在ほど発展しておらず、株式市場の国際的な統合が進展していなかったことに起因している。そのため、各国の株式市場の収益性が違い、為替レートの変化よりもむしろ各国の資産価格の変化がアメリカの対外株式資産の Total Return に影響を与えていた、と考えられる。このことは、他の先進国の評価効果と金利効果を調べることで、後に確認される。



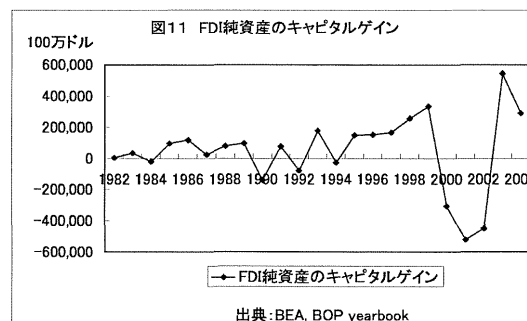
次に、金利効果について分析する。図8にあるように、アメリカは1982年以降配当に関して純受取国である。IGEАとIGELは、ほぼ並行して推移している。また、図9からわかるように、為替レートとの相関関係も強くない(資産は、-0.139、負債は-0.414)。つまり、ドルの減価によって、IGEАやIGELが大きく変化するとは考えにくい。そのうえ、多くの期間にわたって、IGEАがIGELを上回っている。これは、アメリカの株式投資が配当面から見て非常に成功していることを指している。反面、外国人投資家のアメリカの企業に対する配当請求が弱いことを指しているのかもしれない。もし、外国人のアメリカ企業に対する配当請求が強くなればIGELがIGEАを上回ることはありえる。そうなれば、株式資産の金利効果がマイナスに働くことになる。その結果、アメリカの純債務にマイナスの金利効果が働き、プラスの評価効果を打ち消すことは、ありえる。しかし、アメリカは、株式をロングしているので、あまりありそうにないシナリオではある。

では次に直接投資資産について分析する。図10は、直接投資(FDI)資産・負債のキャピタルゲイン(RFDIA・RFDIL)とインカムゲイン・ロス(IFDIA・IFDIL)を示したものである。

図10から、FDI資産・負債のキャピタルゲインもボラティリティが高いことが分かる。しかし株式資産のそれと比べると幾分か低い。FDI資産の標準偏差は、0.151(82年から04年、同時期の株式資産のそれは、0.226)、FDI負債の標準偏差は、0.139(同時期の株式負債のそれは、0.149)。平均Total Returnは、それに対応してFDI資産で、7.19%(株式資産は、18.75%) FDI負債で、6.79



% (株式負債は、12.43 %) と、株式資産・負債よりの半分程度であった。その上で、重要なことは、アメリカは、82年からすべての期間で、FDI 資産をロングしている。つまり、 $PFDIA > PFDIL$  かつ  $RFDIA > RFDIL$  であるので、 $KG_{NFDIA_t} = RFDIA_t PFDIA_t - RFDIL_t PFDIL_t$  で表させる FDI 純資産のキャピタルゲインは、多くの期間にわたってプラスのはずである。それは、確かに図 11 で見て取れる。これと株式資産に対する分析により、ネットのキャピタルゲイン



を得るためには必ずしも、資産をロングする必要がないことがわかる。また、株式資産と同様に、FDI 資産に関しても、為替レートとの相関関係は近年になって上昇したことがわかる。(相関係数は 82-04 年で資産が-0.059、負債が-0.060 から、92-04 年で、それぞれ-0.670、-0.468)

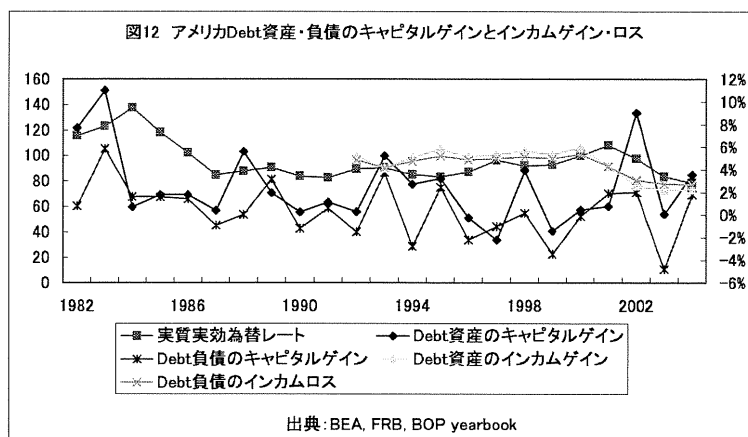
次に、金利効果について分析する。図 10 からわかるように、FDI 資産のインカムゲインは、FDI 負債のインカムロスを平均 5.5 % 上回っている。<sup>13</sup>つまり、FDI 資産をロングしており、その規模が拡大しているアメリカ (図 4, 5 参照) は、多額の所得を受け取っていることがわかる。これこそが、まさに、対外純債務国であるアメリカが純所得受取国になっている源泉なのである。たとえば、2004 年の FDI 資産利率が 1 % 落ちていると、アメリカは約 329 億ドル (GDP 比 0.3 %) の所得を失うことになる。では、なぜアメリカの FDI 資産のインカムゲインが負債のインカムロスを大きく上回っているのだろうか。Higgins, Klitgaard and Tille (2005) は、以下のような要因をあげている。

1. 単純にアメリカの企業が外国企業よりも効率的である。

<sup>13</sup>Hausmann and Sturzenegger (2006) は、この FDI 資産の高いインカムゲインを、公的なデータが示しているよりも多い資産の存在の証拠であるとしている。彼らは、公的なデータは特殊な知識やブランド力などの無形資産 (intangible asset) を見逃していると指摘している。彼らはこれを「ダークマター (dark matter)」と呼んでいる

2. アメリカの投資家が、収益性の高い企業に集中的に投資し、momentum なトレードを自制していることに成功している。<sup>14</sup>
3. 外国企業がアメリカに進出しはじめたのは、アメリカ企業が外国に進出するよりも最近であり、スタートアップコストの回収が終わっておらず、高い収益を得るほどのマーケットパワーを獲得していない。<sup>15</sup>
4. アメリカにある外国企業が、外国にあるアメリカ企業よりも競争にさらされている。
5. 税体系が、外国企業がアメリカでの収益を本国あるいは第三国に帰させることを、アメリカ企業がアメリカでの収益を外国での活動に帰させることを促している。<sup>16</sup>

これらすべての要因は、アメリカが現在 first move advantage を得ていることを示しているにすぎず、将来にわたってアメリカがこの所得を受け取ることができるかどうかを示しているわけではない。もし、1. 外国企業の効率性が上昇し、2. 外国の投資家の質が向上し、3. 外国企業がスタートアップコストを回収し終わり、マーケットパワーを獲得し始め、4. 外国での競争が激化し、5. 税体系が変われば、アメリカは FDI によって現在のような所得を得ることはできない。先に見たように、アメリカの受取所得に大きく寄与しているこの所得が失われれば、金利効果がアメリカの対外純負債に対して大きくマイナスの効果を持つことは十分に考えられる。最後に、Debt 資産に関して分析する。図 12 は、アメリカの Debt 資産・負債のキャピタルゲイン (RDA・RDL) とインカムゲイン・ロス (IDA・IDL) を示したものである。



まず、評価効果についてであるが、この Debt 資産は、他の資産と比べ、平均 Total Return、ボラティリティ、為替レートとの相関関係のすべてで下回っている。平均 Total Return は、資産で 2.52 % (株式は、18.75 % FDI は、7.19 %)、負債で 1.97 % (株式は、12.43 %, FDI は、6.79 %)。標準偏差は、資産で 0.324 (株式は、0.226、FDI は、0.151)、負債で 0.024 (株式は 0.149、FDI は、0.139)。為替レートとの相関係数は、資産で -0.09 (株式は、-0.58、FDI は、-0.06)、負債で 0.21 (株式は、-0.57、FDI は、-0.06) (すべて、82 年から 04 年にかけて)。すなわち、資産・負債ともに、為替レートの影響を受けにくい、非常に安定的な資産・負債であるということが出来る。また重要なことに、現在アメリカは Debt 資産をショートしており、Debt 負債は総負債の約

<sup>14</sup>Thomas, Warnock, And Wongswan(2004) は、この視点を支持している。

<sup>15</sup>Laster and McCauley (1994) がこの視点を支持している

<sup>16</sup>しかしながら Laster and McCauley (1994) は、このことに関してはっきりした証拠はないとしている。

62 %を占めているのである。つまり、アメリカは負債の多くを、評価効果の受けにくい形で保有しており、評価効果により、負債が目減りすることも、資産が評価高になることも考えにくい。

次に金利効果について分析する。重要な点は、Debt 負債の平均金利が、4.11 %と非常に低い値であり、標準偏差が0.015 であり、為替レートとの相関係数が0.42 であるということだ。このことが、アメリカが対外純債務国でありながら、純所得受取国ということを実現している、もうひとつの要因である。例えば、2004 年に関しては、約 7 兆 7600 億ドルの Debt 負債に対して、わずか約 2095 億ドル（約 2.7 %）しか利子支払をしていない。アメリカは、この為替レートの変動の影響を受けない低リスク低金利資産でファイナンスすることで、FDI や株式などの高リスク高金利資産に投資して、純所得受取国でありえているのである。では、この金利が上昇することがあるのだろうか。そのためには、なぜこの金利が低く抑えられているかを検討しなければならない。図 13 は Debt 資産負債のインカムゲイン・ロスとドル金利の変化を示している。<sup>17</sup>

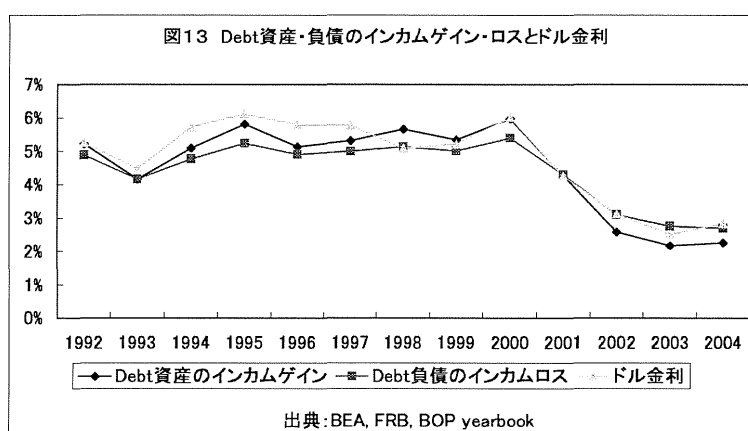


図 13 により、Debt 資産・負債のインカムゲイン・ロスがドル金利と並行して推移しているのがわかる。このことと為替レートとの相関の低さから、Debt 負債がドル建てであることがわかる。また、Debt 負債のインカムゲインが非常に低く抑えられているのは、ドル金利が低いことが要因であると言える。低いドル金利は、投資家のドルに対する信頼の証であり、それは、ドルが世界の基軸通貨であることに由来している。つまり、アメリカは自国通貨ドルの金利を低く抑えることで、世界中の投資家から非常に低いコストで資金調達ができているのである。ではこのドル金利の上昇の可能性はあるのだろうか。もし、世界中の投資家が、アメリカの経常収支赤字を持続不可能なものと決定すれば、ドルに対する信頼は失われ、彼らはより高いドル金利を望むようになるだろう。さらに、もしアメリカ国内で大きな金融ショックが起きれば、FRB が低金利に誘導しようとしても、金利の上昇は避けられない。しかしながら、その金融ショックが、株式市場に限定的なものであれば、質への逃避から資金が債券市場に流れ、金利が低く抑えられる可能性は全くはない。しかし、その可能性は非常に低いだろう。また、海外の投資家がアメリカの Debt 負債を持つことに対して、大きなプレミアムを要求することも考えられる。そうなれば、Debt 資産の金利は、上昇したドル金利を大きく上回り、非常に大きなマイナスの金利効果が発生する可能性も否定はできない。

以上のように、アメリカにおいて、評価効果と金利効果がどのように働いているのか、そして将来どのように変化しそうなのかを、アメリカの経常収支赤字の持続可能性の議論とあわせながら、検討してきたが、ここでまとめを行なう。まず、為替レートが異なる資産・負債に異なる影響を与

<sup>17</sup>ここで、ドル金利とは、3ヶ月物と10年物のアメリカ国債の金利の平均として求めている。

	株式資産	FDI 資産	Debt 資産	合計
ドル建て	22	14	3441	3476
外貨建て	2498	3274	725	6497

表 2: アメリカ対外資産の建値通貨分類 (2004 年、10 億ドル)  
出典: Tille(2005)

	株式負債	FDI 負債	Debt 負債	合計
ドル建て	1929	2687	7254	11869
外貨建て	0	0	646	646

表 3: アメリカ対外負債の建値通貨分類 (2004 年、10 億ドル)  
出典: Tille (2005)

えることの要因を確認する。為替レートは、株式資産と FDI 資産に大きく影響を与え、Debt 負債にはほとんど影響していない。このことから、アメリカは、株式資産と FDI 資産を外貨建てで保有し、Debt 負債はドル建てであることが予想されるが、このことは、Tille (2005) の綿密な調査と一致している。

表 2、3 はその調査結果をまとめたものである。<sup>18</sup>アメリカは、株式資産と FDI 資産において、1. 建値通貨がミスマッチであり、2. 平均 Total Return が各々の負債を上回っており、3. ともに非常に大きなレバレッジがかかっているため、巨大なキャピタルゲインを獲得することに成功している（プラスの評価効果）。また、それぞれ為替レートに対して強い逆相関関係にあるので、ドル安によりさらなるキャピタルゲインを獲得し、それが経常収支赤字の改善に補助的な役割を演じ、スムーズなドル安を可能にする可能性が高い。また、アメリカが、対外純債務国でありながら、純所得受取国であり続けられる決定的な要因は、アメリカの First move advantage を根拠にする、株式資産そして中心的には、FDI 資産における高いインカムゲインと、アメリカの世界の基軸通貨発行国としての地位を根拠にする、Debt 負債における低いインカムロスである。（プラスの金利効果）そして、今後アメリカの first move advantage が奪われ、基軸通貨発行国としての地位が脅かせられれば、株式・FDI 資産のインカムゲインの低下、Debt 負債のインカムロスの増加がアメリカの経常収支赤字の持続可能性に対し、決定的なダメージを与える可能性がある。（マイナスの金利効果）

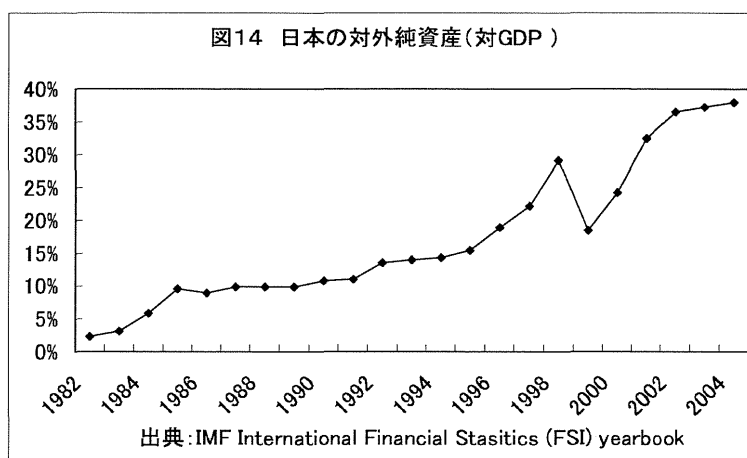
次に、日本とイギリスの対外資産負債残高の変化において、評価効果と金利効果がどのような役割を演じているかを分析することで、先ほど見た、アメリカの評価効果と金利効果の一般性と特殊性を検討する。

### 3.2 日本

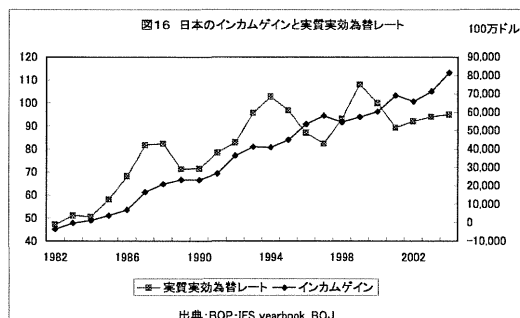
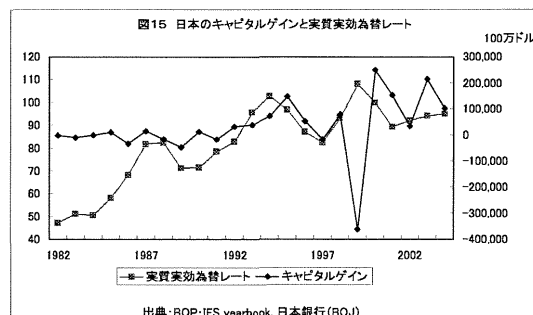
まず、日本の対外純資産について分析する。<sup>19</sup>図 1 4 は日本の対外純資産の変化を表したもので

<sup>18</sup>Tille(2005) の分類を次のようにまとめた。  
 公的資産+債券資産+銀行ローン資産+その他資産= Debt 資産  
 公的負債+債券負債+財務省証券負債+銀行ローン負債+その他負債= Debt 負債  
<sup>19</sup>Lane and Milesi-Ferretti(2007) も日本における評価効果の分析を行なっている。

ある。日本は着実に、対外資産を増加させており、2004年には、約1兆7760億ドル（GDP比約



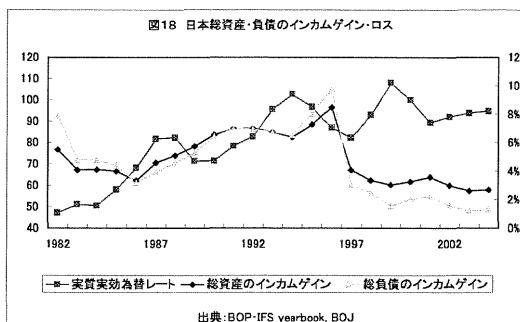
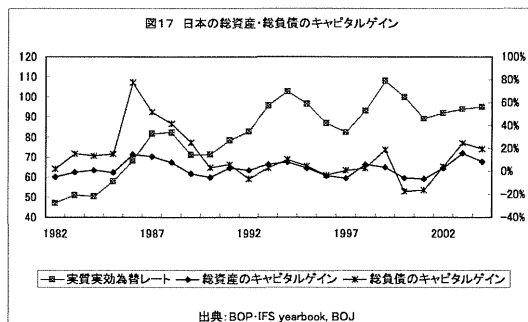
38%)の対外純資産を保有するにいたっている。しかし、その対外純資産は1998-99年にかけて減少し、2001年以降伸び悩んでいる。これは、図15を見れば明らかなことであるが、同時期に日本はキャピタルゲインの低下、あるいはキャピタルロスを経験している。(マイナスの評価効果)この要因は後に確認される。また、アメリカの場合と違い、為替レートとの相関関係が弱い(相関係数は、0.16)ことから、建値通貨のミスマッチが発生していないようである。次に、インカムゲインであるが、図16に示されているように、拡大される対外純資産に呼応して、着実に伸びている。つまり、日本は高い対外純資産による信用を背景に、安い金利での資金調達を行なえているということに他ならない。また、為替レートの上昇により、外貨建てであっても低金利での資金調達が可能になっているといえるであろう。(プラスの金利効果)



では、このマイナスの評価効果とプラスの金利効果の源泉を対外総資産・総負債を見ることで分析する。<sup>20</sup>

図17を見ればわかるように、86年には、総負債の大きなキャピタルゲインを経験しているが、これは対外純資産にはほとんど影響を与えていない上に、総資産のキャピタルロスとしても見受けられない。なぜなら、日本は、純債権国であり、また当時の対外純資産には現在ほど大きなレバレッジがかかっていなかったからである。また、98-99年のキャピタルロスの原因は、総負債のTotal Returnが、総資産のそれをすこし上回っていたことであるが、大きなレバレッジがかかっ

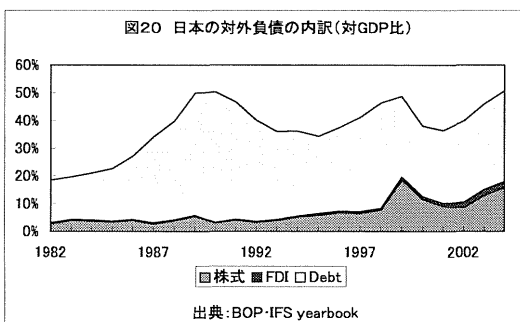
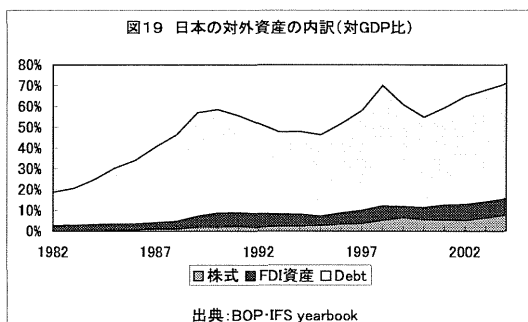
<sup>20</sup> なお、この総資産にあえて外貨準備資産を加えていない。なぜなら、この論文の主旨は、アメリカの拡大する純債務の問題を評価効果と金利効果の観点から見ることであり、アメリカの外貨準備が少ないので、比較対象をはっきりする目的からである。



ていると、巨大なキャピタルロスを生むということには注意しなければならない。また重要なことに、総資産・総負債それぞれ為替レートとの相関関係が大きくない。(相関係数は 0.26、-0.20) つまり、為替レートの変動が、評価効果の原因でないことがわかる。しかし、為替レートが総資産と総負債に与える影響が逆方向に向いているということは、注目すべき点である。すなわち、円高は、総資産の Total Return をあげる方向に、総負債の Total Return をさげる方向に働くということである。また、82年から04年の Total Return の平均と標準偏差を求めると、資産は 2.75 % (0.065)、負債は 13.16 % (0.209) であり、日本には、評価効果がマイナスに働いていることがわかる。この要因は、後に議論する。

次に金利効果であるが、図18にあるように1997年以前は、総資産の金利と総負債の金利が、交差しながら推移していたが、97年にともに低下した後は、総資産の金利が十分に総負債の金利を上回って推移している。97年は、山一証券や北海道拓殖銀行の破綻を発端とした金融危機があった年である。皮肉にも、その年を皮切りに日本は、海外から非常に低金利で資金調達し、十分なリターンを得る投資を行なうことができるようになったのである。82-04年の平均金利と標準偏差を求めると、総資産で 4.85 % (0.017)、総負債で 4.60 % (0.024) であり、日本は、プラスの金利効果を得ていたのである。また、為替レートとの相関係数は、総資産で -0.05、総負債で -0.30 である。つまり、総資産には、まったくと言っていいほど影響がないが、総負債に関してはわずかであるが逆相関がある。これらの特徴を分析するために、前節と同様に、三つのカテゴリーに分けて分析する。

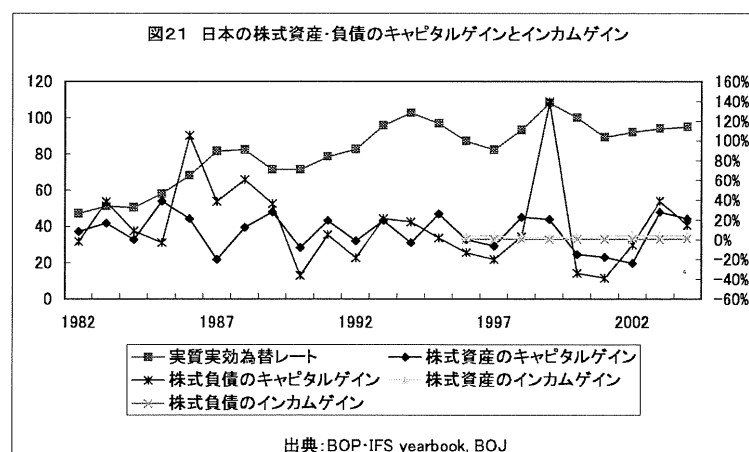
日本の総資産・負債の内訳を見る。図19は対外資産の内訳、図20は対外負債の内訳である。まず、特徴的なのは、82年から04年にかけて、すべての資産に関してポジションが変わっておら



ず、株式をショートし、FDIとDebtをロングし続けている。また顕著なのは、Debtの割合の高さである。2004年には、外貨準備資産(対GDP比約 17.85 %)を除いて約 2 兆 5800 億ドル(対GDP比約 55.29 %)の Debt 資産を保有し、約 1 兆 5300 億ドル(対GDP比 32.78 %)の Debt 負債を抱えている。また、Debt 資産の保は、金利獲得が主なインセンティブであり、このことに

よって日本にプラスの金利効果がもたらされている、と予想される。また、FDI 資産もロングしているが、これは日本企業の海外進出が、外国企業の日本進出より遅かったことによるが、この事実から日本市場が閉鎖的であると諸外国の批判を受けることもあった。しかし、近年日本の FDI 負債は拡大しており、今後、日本の FDI がショートになることも考えられる。最後に株式についてだが、株式負債の拡大は、92 年ころから起きているが、当時日本はバブル崩壊後であり、今に至るまで、他の主要先進国に比べ、株式市場のパフォーマンスは低かったのにも関わらず、なぜ海外投資家は日本の株式市場に参入してきていたのか。

ではここで、株式資産・負債の評価効果と金利効果について分析する。図 2 1 は、株式資産負債のキャピタルゲインとインカムゲインを表したものである。



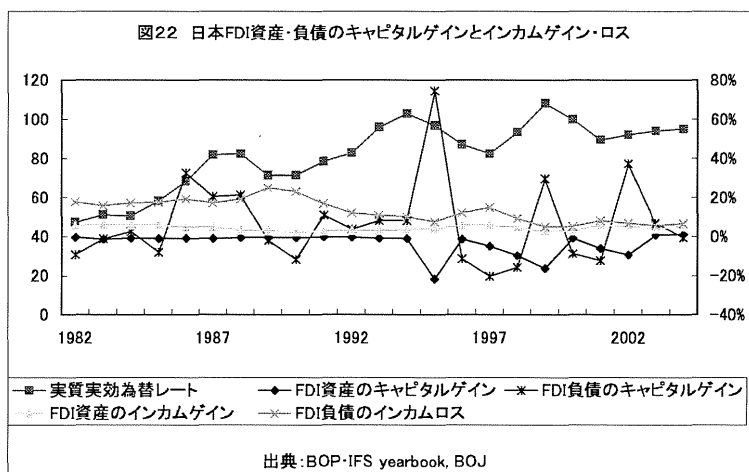
まず、評価効果についてであるが、図から株式資産のキャピタルゲインは、近年になって拡大したわけではないことが分かる。株式負債に関しても一部の例外を除けば、振幅幅はほとんど変わっていない。次に、株式資産・負債の平均 Total Return を見てみると、8.28 % (標準偏差 0.174、82-04 年)、15.77 % (標準偏差 0.420、同期間) であった。しかし、97-04 年で見ると、資産で、3.45 % (標準偏差 0.190)、負債で 9.58 % (同 0.513) に変化した。このことから、日本は株式資産に関して、大きなキャピタルロスを受けていたことが分かる。 $PEA < PEL$  かつ  $REA < REL$  であるので当然  $KG = REA \cdot PEA - REL \cdot PEL < 0$ 。ではなぜ、株式資産の Total Return がこれほど低いのか。日本の株式投資が効率的ではないということなのか。必ずしも、そうとはいえない。なぜならば、このデータは、ドル建てで取っているからである。また、日本銀行の証券投資地域別残高統計を見れば明らかであるが、日本の株資産の約半分はアメリカの株式負債である。つまり、ドル建てである。その結果、為替レートの影響をあまり受けていない。(97-04 年の為替レートとの相関係数は 0.36。ただ、82-04 年では、-0.13 であったことから、相関関係は強化されている。) よって、日本の株式資産には、今なお為替レートの変動よりも資産価格の変動が、大きな影響を与えていることが分かる。(逆に円建ての株式負債は為替レートの影響を強く受けている。(相関係数は 97-04 年で 0.72)) 例えば、ドルで見た日本の株式市場のパフォーマンスが、他国の株式市場のパフォーマンスを上回れば、日本は株式純資産のキャピタルロスを経験することとなる。これが、日本の対外純資産にマイナスの評価効果を与えていた源泉である。

次に、金利効果であるが、97-04 年の平均配当利率は、資産で 3.25 %、負債で 0.59 % であった。これは、日本企業の配当性向が低いことを反映している。つまり、低い配当支払いは日本企業の収益性が低いことが要因ではなく、ただ日本企業の内部留保が高いことによる。このことが日本に、



プラスの金利効果をもたらして来たが、今後この配当性向が上昇することは十分に考えられ、いずれ日本にマイナスの金利効果をもたらす可能性は否定できない。まとめると、株式資産に関して、日本はマイナスの評価効果とプラスの金利効果を受けている。また、将来マイナスの金利効果を受ける可能性もある。

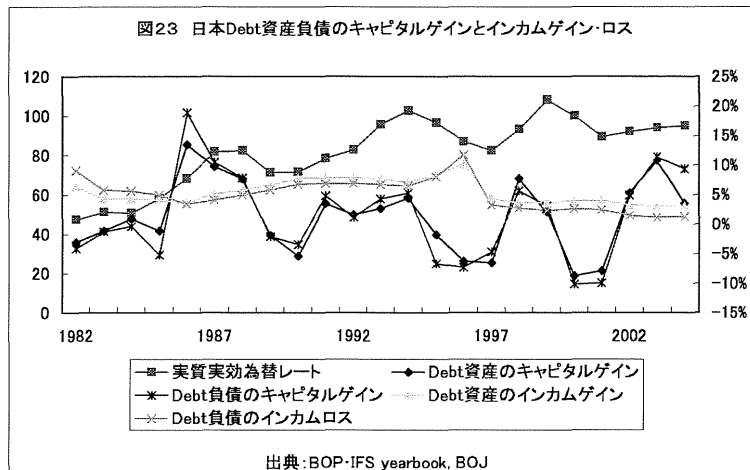
では、次に FDI 資産について検討する。図 2 2 は、FDI 資産負債のキャピタルゲインとインカムゲインを表したものである。まず、評価効果に関して、図からわかるように、FDI 資産・負債



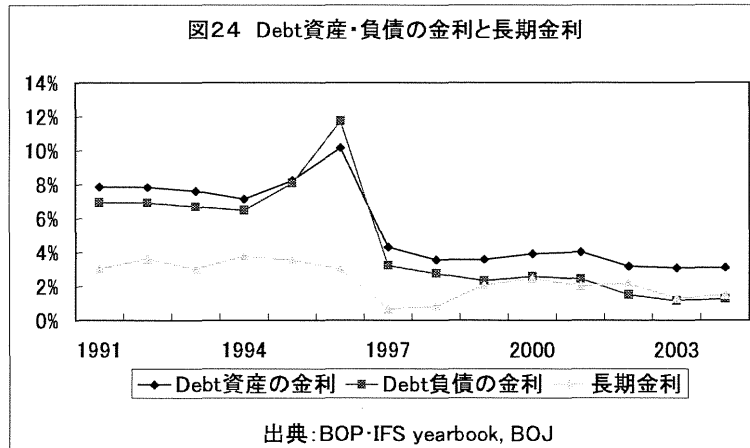
ともに近年、ボラティリティを拡大していることがわかる。また最大の特徴は、FDI 資産の平均 Total Return が、マイナスであるということである。(-3.36 %) これと高い FDI 負債のキャピタルゲインの結果、日本は FDI 資産によるマイナスの評価効果を受けていたことが分かる。日本の主な直接投資先は、一位アメリカ、二位イギリスであるが、それらの国で、日系企業が時価総額を上げれていないことが、その要因であろう。逆に、FDI 負債に関しては、6.74 %であり、日本において外国企業は、時価総額の向上に成功していることを示している。これは、日系企業が経営目標として時価総額の向上に重点をあまり置いてこなかったことを反映しているとも言える。しかし現在時価総額の向上は、重要視されつつある。例えば、金融機関においては、バーゼル II など時価総額を意識せざるを得ない国際的な規制が敷かれた。それゆえ、今後 FDI 資産のキャピタルゲインが上昇する可能性がある。また、為替レートとの相関関係は、株式資産のケースと同様に、負債の方が資産よりも強い（相関係数はそれぞれ、-0.46 と -0.73）これもデータ上の理由からであろう。

つぎに金利効果についてであるが、負債の金利が資産の金利を一貫して上回っている。しかし、日本は FDI をロングしているので、ネットで見した場合、インカムゲインを受け取っている。さらに、FDI 負債の金利は年々低下している。これは、前節で見たアメリカの First move advantage の低下を意味していると考えられる。(FDI 負債の保有一位は、アメリカ) つまり、日系企業が、アメリカやイギリスでマーケットパワーを拡大していけば、資産の金利が負債の金利を上回ることには十分考えられる。その結果、日本は、さらなるプラスの金利効果をうけることになる。まとめると、日本は FDI に関してマイナスの評価効果とプラスの金利効果を受けていたことが分かった。また将来、マイナスの評価効果の減少あるいはプラスへの反転とプラスの金利効果の更なる拡大が予想される。

最後に、Debt に関して分析する。図 2 3 は日本の Debt 資産負債のキャピタルゲインとインカムゲインを表したものである。まず、評価効果についてであるが、Debt 資産と負債の Total Return は、ほぼ並行して推移していることが見て取れる。そしてともに、平均 Total Return は低く、(資



産で1.29%、負債で1.39%)、ボラティリティも低い(標準偏差は、資産で0.060、負債で0.073)。Debt 資産と負債には、プラスもマイナスも評価効果は現れにくい。そのような Debt 資産を多く保有している日本は、評価効果からの大きな影響を受けにくい資産構成をしていることがわかる。逆に注目すべきは、金利効果である。日本は、Debt に関して大きくロングしていることから当然であるが、非常に低い金利で資金を調達することに成功している。例えば、2004 年では、Debt 負債の金利は1.25%という非常に低いものであった。図24は、Debt 資産・負債の金利と日本の長期金利を示したものである。この図から、1997年の金融危機以前は、debt 負債の金利は、長期金



利を大幅に上回っていた。これは、海外の投資家が、日本の Debt 負債を持つにあたり、プレミアムを要求していたことに他ならない。ところが、96年に Debt 負債の大きなインカムロスを経験した後、Debt 負債の金利は低く抑えられており、長期金利を下回ることさえあった。<sup>21</sup>つまりこれは、プレミアムの要求が軽減したことを指している。また、日本の Debt 負債の金利はアメリカの Debt 負債の金利すら下回っており、基軸通貨の発行権を持っているわけではないが、ある意味で日本が「特殊な地位」であるといえるかもしれない。Debt 負債の低い金利は、日本の巨額な対外純資産を裏づけとする、日本の Debt 負債への信用の高さの裏返しであり、歴史上基軸通貨発行国

<sup>21</sup>ただ、Debt 負債が、すべて長期債であれば、必ず長期金利を上回るはずであるが、短中期債券や銀行融資が含まれれば、十分下回ることはいえる。

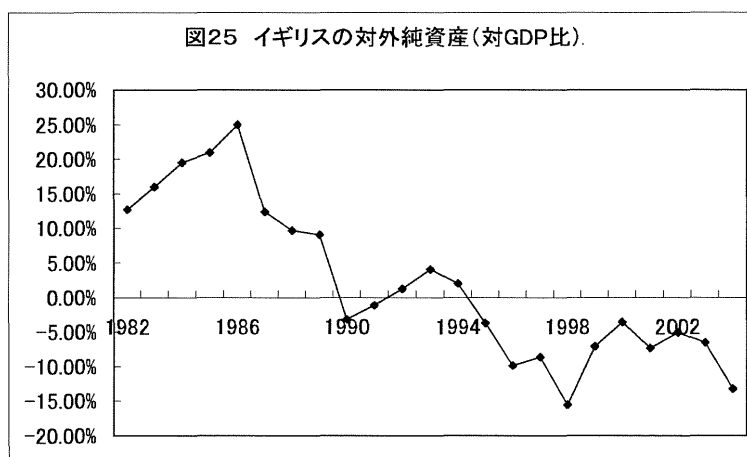
がその地位にいた。(19世紀のイギリスや20世紀のアメリカ)しかし、現在ドルが世界の基軸通貨であることは議論の余地がなく(経常収支赤字の持続可能性という問題をはらんではいないが)、日本のこの「特殊な地位」は非常に興味深いテーマであることは確かである。ただここで直接扱うことはしない。また、Debt資産の金利は97年以降一貫してDebt負債の金利を上回っており、例えば2004年には、約6100億ドル(日本の受取純所得の約75%)の純所得をDebtから受け取っている。非常に大きなプラスの金利効果が、Debtによって日本にもたらされている。このDebtでのプラスの金利効果が、日本の対外純資産全体に対する金利効果の中心であることが分かる。

以上のように、日本の評価効果と金利効果について調べてきたが、ここでまとめをする。評価効果に関しては、株式とFDI資産でマイナスの効果を日本にもたらし、Debt資産に関して、影響をほとんどもっていなかった。特筆すべきは、すべての資産にわたって、為替レートの変動により、大きな評価効果が現れることがなかったことである。株式・FDI資産に関しては、資産価格のほうが大きな影響を与えているように思われる。これらのマイナスの評価効果は日本の対外純資産において部分的な効果しかもたらしていないことがわかった。

次に、金利効果についてであるが、株式・Debt資産においてプラスの金利効果、FDI資産においてマイナスの金利効果があったことが確認された。このFDIでのマイナスの金利効果は、おそらくアメリカでの議論の裏返しで、日系企業の効率性の低さや進出先の競争の過酷さの由来するものであるが、将来改善する余地がありそうである。Debt資産でのプラスの金利効果は、日本の対外純資産に対して重要な役割を演じていることがわかった。最後に日本の対外純資産の増加とプラスの金利効果は相互に作用しており、日本が「特殊な地位」にいる根拠となっている。

### 3.3 イギリス

次に、かつての「世界の銀行家」イギリスの分析を行なう。イギリスに関しては、アメリカの経常収支赤字の持続可能性を議論する際に多くの比較対象になっている。<sup>22</sup>まず、イギリスの対外純資産の推移をみる。図25は、イギリスの対外純資産(対GDP比)を示したものである。図25



から、イギリスを対外純資産の観点から、三つの時期に分けることができる。90年以前の対外純債権国の時代、90-95年の転換期、96年以降の対外純債務国の時代の三つである。では、それぞれ

<sup>22</sup>例えば、Gourinchas, Lopez, and Helene Rey,(2006) は、世紀の変わり目のイギリスと現在のアメリカの状況が似ているとし、Total Return とその分解要素をアメリカとイギリスで比較している。Lane and Milesi-Ferretti(2007) もイギリスの評価効果について検討している。

三つの時期に、評価効果と金利効果がどのような役割を演じたのかを次の図26と図27で見る。

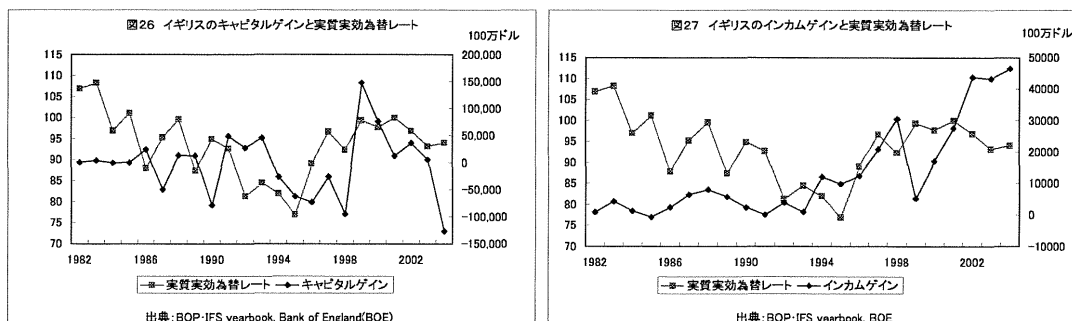


図26から、イギリスのキャピタルゲインは、純債権国期から、純債務国期にかけてボラティリティを拡大していることがわかる。しかしながら、為替レートとの相関関係は弱く（相関係数は、0.19）、資産価格が評価効果に大きな影響を与えていることが予想される。しかも特筆すべきは、キャピタルゲインの変動と対外総資産の変動がほとんど一致しており、イギリスにおいて、評価効果が**決定的な**役割を演じていたことがわかる。2004年には、約1270億ドルのキャピタルロスを記録しているが、これは実にGDP比約6%に匹敵する。（マイナスの評価効果）また図27から、1999年の急落を除き、インカムゲインは着実に拡大していることがわかる。（プラスの金利効果）しかし、この拡大にもかかわらず、イギリスは純債務国から抜け出せていない。（2004年のインカムゲインは約460億ドル（対GDP比約2%）でキャピタルゲインとの差が明確である。）一見、金利効果はあまり影響を持ってなさそうであるが、イギリスはアメリカ同様、純債務国でありながら所得純受取国である。すなわち、このプラスの金利効果は、イギリスの更なる純債務の拡大の歯止めに対し、**決定的な**効果を持っていることが分かる。では、このマイナスの評価効果とプラスの金利効果について、総資産と総負債の分解して検討してみよう。<sup>23</sup>

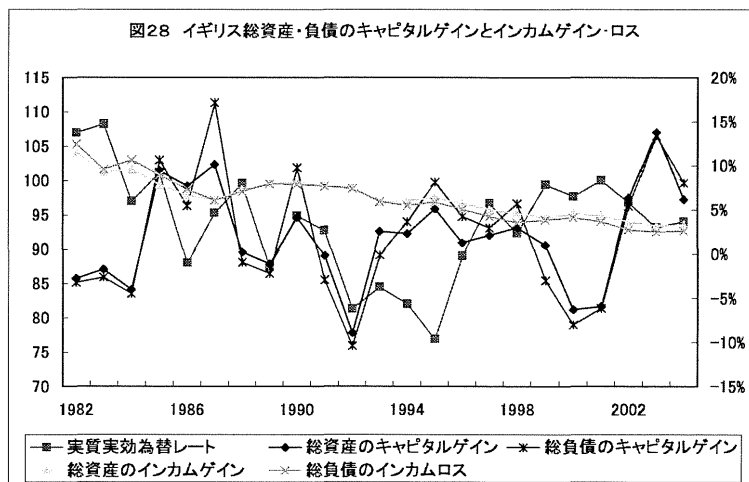
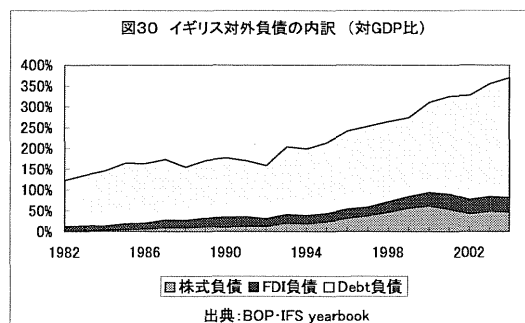
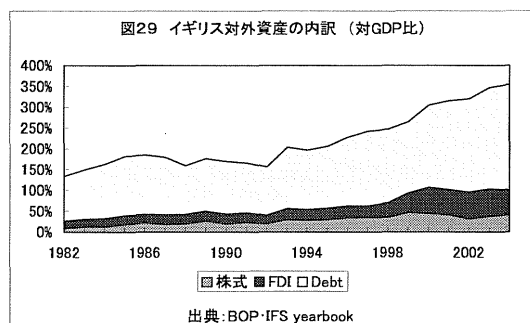


図27は、イギリスの総資産・負債のキャピタルゲインとインカムゲイン・ロスを示したものである。ここから明らかなように、総資産と総負債のキャピタルゲインは、ほぼ並行して推移している。ただ、互いにプラスかマイナスに振れたとき、負債の方がすこし大きく振れていることが見て取れる。これが、大きなキャピタルゲイン・ロスとして図26に現れている。これは、イギリスの

<sup>23</sup> 日本の場合と同様、資産の外貨準備資産は含んでいない。

対外純資産に巨大なレバレッジがかかっていることに由来している。イギリスの総資産は2004年に7兆6000億ドル(対GDP比357.42%)で、総負債は、7兆8700億ドル(対GDP比370.62%)であった。<sup>24</sup>その結果、図26のキャピタルゲインのボラティリティが非常に高いものになっていることがわかる。また為替レートとの相関関係は資産負債ともに低い。(相関係数は、82-04年で資産とは-0.09、負債とは-0.11)次に、金利効果であるが、92年以前は、総資産のインカムゲインと総負債のインカムロスが交差しながら推移していたが、92年以降は、総資産のインカムゲインが総負債のインカムロスを一定程度上回りながら推移している。92年は、ポンド危機の年であり、その後イギリスにおいて安定的なプラスの金利効果がもたらされていたということは、金融危機の97年以降の日本の状況とよく似ている。また為替レートとの相関係数は、82-04年は資産で0.24、負債で0.24で低かったにもかかわらず、92-04年では、資産とは-0.76、負債とは-0.74と相関関係が拡大されたことがわかる。これは日本では見られなかった状況である。

では次に、前節、前々節と同様に3つのカテゴリーに分けて分析するが、その前に資産・負債の内訳についてみておこう。図29はイギリスの対外資産の内訳を、図30は対外負債の内訳をそれぞれ示したものである。

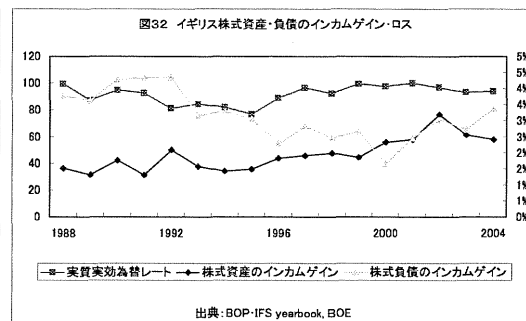
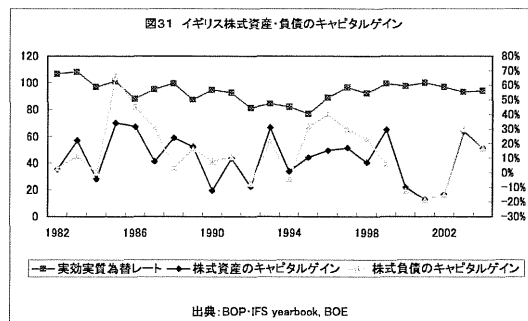


また、日米に比べて、資産・負債ともに順調に拡大していることが見て取れる。次に、各資産のポジションであるが82-04年にかけて、FDIとDebtに関してロングしており、株式資産は、97年以前はロングしていたが、97年以降はショートに変化している。97年は、イギリスは対外債務国になっているが、これは株式資産がショートに変化したことに対応している。また同じ時期からFDI資産の拡大が見られることから、株式資産からFDI資産への切り替えが行なわれたと考えられる。つまり、97年以降英系企業の海外進出が本格化したといえる。では、その株式資産のショートへの変化とFDI資産の拡大は、評価効果と金利効果という側面からどのように捉えることができるのだろうか。

まず株式資産について分析する。図31は、イギリス株式資産・負債のキャピタルゲイン、図32は、イギリス株式・負債のインカムゲイン・ロスをそれぞれ表している。

まず評価効果について、図31からわかるように、日米と同様に株式資産・負債のTotal Returnの変動自体は、最近始まったことではないことがわかる。また平均Total Returnを求めると、株式資産で10.48% (標準偏差0.159、82-04年)、株式負債で14.70% (標準偏差0.203、同時期)であった。このことから、株式資産に関してイギリスは平均してキャピタルロスを受けていたことが分かる。(マイナスの評価効果)この状態は、株式資産をショートしはじめても、大きく変わっていないことがわかる。この株式資産のTotal Returnが、株式負債のTotal Returnを下回る状態とは、日本と同じであり、これも日本と同様に、データのドル建て表示が原因であると考えられる。為替レートとの相関係数は、82-04年で0.00であり、92-04年では-0.10と関係が薄いことが分か

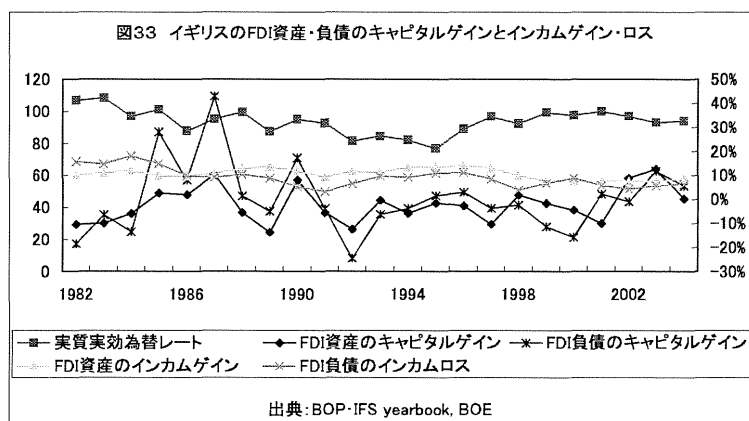
<sup>24</sup> ちなみに対外総資産は日本の約4兆ドルを上回っている



る。株式負債と為替レートとの相関係数は、92-04年で-0.30でまだ資産ほどではない。つまりイギリスでも、資産価格の変動が評価効果への影響を持ち続けていることがわかる。

次に、金利効果についてみる。まず、イギリスは、分析対象期間において常に配当純支払国であった。97年以前の株式をロングしていた時期は  $PEA > PEL$  でありながらも、 $IEA < IEL$  であったため、 $NRI = IEA \cdot PEA - IEL \cdot PEL < 0$  であった。また97年以後のショートしている時期も、 $IEA > IEL$  のことはなかったためである。(マイナスの金利効果)ただ、株式資産のインカムゲインは近年上昇傾向にあるので、ショートしながらも、金利効果がプラスに転ずることはありえそうなシナリオであろう。

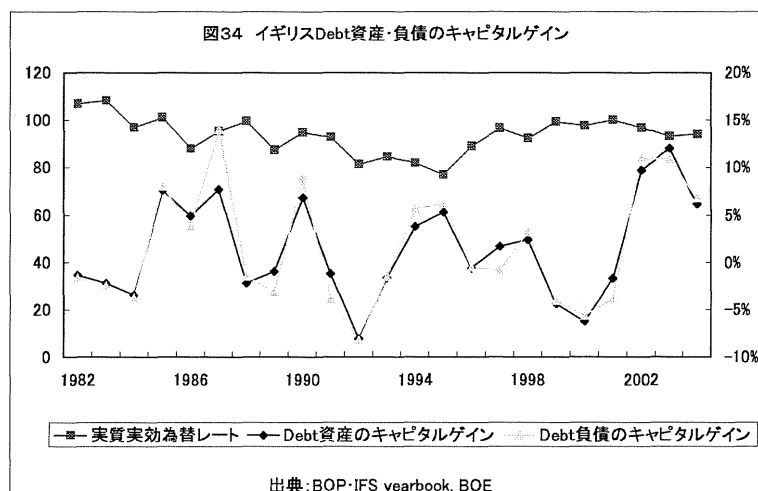
では、FDI資産の分析に移ろう。図33はイギリスのFDI資産・負債のキャピタルゲインとインカムゲイン・ロスを示したものである。



まず、評価効果についてであるが、平均 Total Return が82-04年において資産で-2.28%、負債で3.02%と日本と同じようにFDI資産のTotal Returnはマイナスを示している。(マイナスの評価効果)これにより、日本やイギリスの企業の海外活動は、投資家からずしも評価されているとは言えず、この分野でのアメリカのプレゼンスの高さが目立っている。そして、為替レートとの関係は、日本と同様に資産・負債ともにほとんどなく(相関係数-0.04、0.06 82-04年)であり、資産価格の変動により左右されていることがわかる。

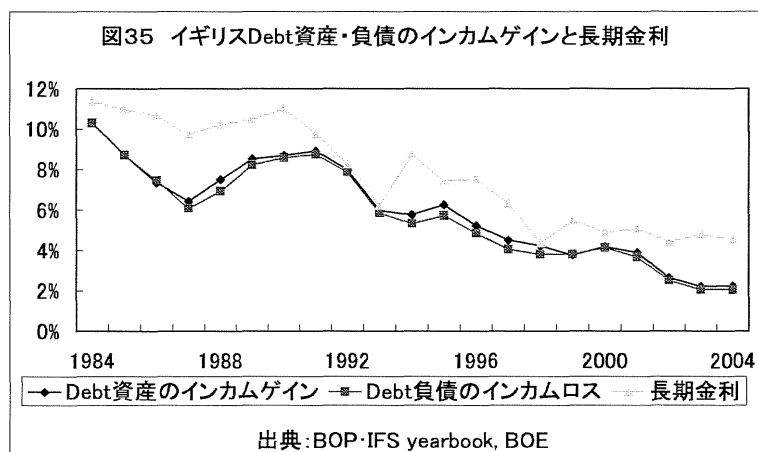
次に金利効果について見る。図から86年以降、FDI資産の平均金利がFDI負債のそれを一定程度(平均約1.5ポイント)上回っており、英系企業の海外での活動の効率性が見て取れる。またFDI資産の金利は82-04年で10.65%であり、非常に大きなプラスの金利効果をもたらしていたことがわかる。また先に見たように、99年以降株式資産からFDI資産への切り替えが行なわれたが、そのことによってFDI資産にさらに大きなレバレッジがかかり、FDI資産からのインカムゲイン

も拡大したことがわかる。またこの傾向が続けば、プラスの金利効果の拡大が予想される。  
最後に Debt 資産について検討する。



まず評価効果について分析する。平均 Total Return を求めると、82-04 年において、資産で 1.49 %、負債で 1.64 %であったにもかかわらず、92-04 年では資産は 2.22 %、負債は 2.27 %と、収益性が拡大していることがわかる。これは、他の国や他の資産では、見られなかった事態である。また負債の関しては、ボラティリティも拡大しており、(標準偏差は 82-04 年で 0.061 から 92-04 年で 0.055) イギリスの純債務に非常に大きなレバレッジがかかるにつれて、イギリスの Debt 負債の信用が低下したと考えられる。その結果、イギリスの Debt 負債は大きなキャピタルロスを受けるようになった。例えば、2004 年には、イギリスは 620 億ドル (対 GDP 比約 3 %) のキャピタルロスを経験している。(マイナスの評価効果)

次に金利効果についてみる。図 3 5 は、イギリスの Debt 資産・負債のインカムゲイン・ロスと長期金利を示したものである。<sup>25</sup>



まず平均金利を求めると 82-04 年において、資産で 6.46 %、負債で 6.19 %であった。しかしながら、 $PDA < PDI$  であったため、 $IDA > IDL$  でありながら、 $IG = IDA \cdot PDA - IDL \cdot PDI < 0$

<sup>25</sup>イギリスの長期金利は、10 年物のイギリス国債の利回りを採用した。ソースはイングランド銀行

とインカムロスを被っていたことが分かる。ただし、その額自体は大きくない。(例えば2004年では、約53億ドル) また図35からわかるように、Debt 資産、負債の金利はともに長期金利を下回りながら並行して推移している。このことから、資産・負債に一定程度の短期資産・負債が含まれていることが分かるが、その程度を示したデータがないことが残念である。重要なことは、日米と同様に長期金利と並行して推移していることで、Debt 負債の金利が低下しているということである。これにより、イギリスは、低金利安定な資産で資金調達することができている。(プラスの金利効果) その結果、アメリカと同様に、対外純債務国でありながら、所得純受取国であるという奇妙な状況を実現しているのである。

以上のように、イギリスの評価効果と金利効果について分析してきたが、ここでまとめをする。評価効果は、株式とFDIとDebtに大きなマイナスの効果をもたらした。これらは、イギリスの対外純資産に非常に大きなレバレッジがかかっていたことが要因であろう。また、為替レートとの相関関係は強くなく、資産価格の変動の方が大きな影響を持っていたように思われる。これらのマイナスの評価効果はイギリスの対外純債務の拡大に**決定的な**役割を演じていたことが分かった。

次に金利効果についてであるが、株式資産について小さなマイナスの効果をもたらされた。FDIとDebtに関しては、大きなプラスの金利効果をもたらされた。FDIに関するプラスの金利効果は英系企業の海外での収益性を背景にしている。またDebtに関しては、イギリスはインカムロスを受けているが、額自体は小さいものであり、負債の多くを占めるDebt 負債の金利が低くおさげられているということが、金利効果がプラスに働いていることの根拠である。これらの金利効果は、イギリスが対外純債務国でありながら、純所得受取国であり続けられる**決定的な**要因であったといえる。

### 3.4 まとめ

以上のように、日米英の評価効果と金利効果について見てきたが、ここでまとめを行なう。まずは、評価効果について確認する。表4から明らかなように、アメリカだけが株式・FDIでのプラスの評価効果を受けていたことがわかる。逆に日本やイギリスは、マイナスの評価効果を受けている。ここで確認しておかなければならないのが、評価効果には二つのタイプの効果があることである。一つ目は、国内資産収益の向上などの自国と外国の両方にプラスの効果を与える評価効果。もうひとつは、為替レートの変動がもたらす、自国と外国で非対称な効果を与える評価効果。<sup>26</sup>その上で、アメリカにおける株式・FDIの評価効果の特殊性がわかる。イギリスも日本も、株式・FDIともに最大の投資先はアメリカである。その結果、これらの資産の多くがドル建てである。また、通常どの国も対外資産負債残高はドルで表示されている。その結果、円やポンドの変動が、直接評価効果としてあらわれない。このことは、為替レートとの相関関係を見たことで明らかである。つまり、多くは外貨建ての株式・FDI資産において、アメリカだけが得た評価効果があることがわかる。これは、基軸通貨発行国に限定される特権であろう。また、日本だけが評価効果をあまりうけていないのは、レバレッジのかかっている程度の違いであることが、上で確認された。評価効果の分析の上で、レバレッジの程度の差がきわめて重要であることが分かった。

次に金利効果についてであるが、日英米のすべての国でDebt 資産におけるプラスの金利効果があったことがわかった。これらは世界的な長期金利の低下に由来している。Caballero, Farhi and Gourinchas(2007) は、「資産供給制約 (Asset Supply Constraints)」を含んだモデルを使い、グローバル・インバランスと低金利の関係について議論している。その中で、彼らは90年代前半

<sup>26</sup> しかしながら、現在の分析では国内資産収益の向上は、対外負債の Total Return の向上にのみ影響を与えるので、マイナスの効果となってしまう。その原因は、自国民が国内で所有する富を計測した質の高い指標がないことによる。



	アメリカ	日本	イギリス
株式	++	-	-
FDI	++	-	--
Debt	0	0	--

表 4: 日米英における評価効果の役割

	アメリカ	日本	イギリス
株式	+	+	-
FDI	++	-	++
Debt	++	++	++

表 5: 日米英における金利効果の役割

の日本のバブル崩壊、90年代後半のエマージングマーケットの危機、グローバルな統合の深化、中国や他のエマージングマーケットの急成長はすべて、「U 地域」（アメリカ、イギリスとオーストラリアの経済的に似た国）への貯蓄の再分配と金利の低下を導いたと結論づけている。また、FDI 資産に見られた、アメリカとイギリスの大きなプラスの金利効果の源泉が、これらの国の企業の海外への進出が早かったことであることが確認できた。その結果、アメリカの FDI 資産からの所得受取は、他国企業との競争激化により将来減少することが考えられる。イギリスに関しては、FDI 資産が拡大しているので、一時期 FDI 資産による純受取所得が向上する余地はあると考えられるが、その後アメリカ同様減少が予想される。

### 3. 結論

本論文では、アメリカ、日本、イギリスにおける評価効果と金利効果の役割について分析した。最後にアメリカの経常収支赤字の持続可能性に対するインプリケーションについて検討する。本論文により、建値のミスマッチなどのアメリカ固有の要因により、ドルの減価による評価効果がアメリカの対外純債務に大きなプラスな効果をもたすであろうことは確認された。また今後、イギリスのようにレバレッジが拡大するにつれて、その効果は拡大することも確認された。それによりドル安にともなうスムーズな経常収支赤字の改善が可能であると考えられる。しかし、重要なことは、この評価効果が現在までのアメリカの経常収支赤字の拡大もしくは、対外純債務の拡大を可能にしてきたわけではないということである。それらの要因はむしろ、世界的な金利の低下とアメリカの FDI 資産からのインカムゲインという、アメリカの大きな金利効果である。つまり、金利効果が**決定的な**要因であるということである。上で見たとおり、近い将来においてアメリカの FDI 資産からのインカムゲインも減少が予想される。また経常収支赤字の拡大は、世界の金利の上昇をもたらす可能性もある。そうなれば、金利効果の減少またはマイナスへの反転が考えられる。つまり、経常収支赤字がさらに拡大するということである。その時点でアメリカの経常収支赤字は議論の余地なく持続不可能である。そうなる前に、評価効果を**補助的に**活用し、経常収支赤字を改善することが、アメリカに求められている、ということが本論文の結論である。

## 参考文献

- [1] *Brookings Papers on Economic Activity*, (2001,No.1)(2005,No.1)
- [2] Caballero, Ricardo J., Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas (2007) “An Equilibrium Model of “Global Imbalances” and Low Interest Rates” 2007. mimeo. *NBER*
- [3] Cavallo, M. and C. Tille (2006) “Capital Gains Smooth a Current Account Rebalancing?” *FRB New York Staff Report*, No.237
- [4] Gourinchas, Pierre-Olivier, and Rey, Helene(2005) “International Financial Adjustment” *NBER Working Paper*, No.11155
- [5] ———,(2007) “From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege” in Richard Clarida, ed., *G-7 Current Account Imbalances:Sustainability and Adjustment*, National Bureau of Economic Research
- [6] ———,Carlos Lopez, and Helene Rey,(2006), “World Bankers”, 2006. mimeo UC Berkeley.
- [7] Hausmann, Ricardo, and Federico Sturzenegger, (2006), “Global Imbalances or Bad Accounting? The Missing Dark Matter in the Wealth of Nations”, *Center for International Development at Harvard University working paper* 124.
- [8] Higgins, Matthew, Thomas Klitgaard and Cedric Tille (2005) “The Income Implications of Rising U.S. International Liabilities” *Current Issues in Economics and Finance* 11 no.12, Federal Reserve Bank of New York
- [9] IMF, “*Balance of Payments Yearbook*”, International Monetary Fund
- [10] Kindleberger, Charles, (1965) “Balance of payments deficits and the international market for liquidity”, *Princeton Studies in International Finance*, no.46. Princeton University, Department of Economics, International Finance Section
- [11] Laster, David S., and Robert N. McCauley. (1994) “Making Sense of the Profits of Foreign Firms in the United States”, Federal Reserve Bank of New York *Quarterly Review* 19, no. 2
- [12] Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti,(2002) “Long-Term Capital Movements” In *NBER Macroeconomics Annual 2001*, edited by Ben S.Bernanke and Kenneth S. Rogoff. MIT press
- [13] ———,(2004) “Financial Globalization and Exchange Rates” *CEPR Discussion Paper* No.4745
- [14] ———,(2006) “The external wealth of nations mark II: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004” *IMF working Paper*, no. WP/06/69
- [15] ———,(2007) “A Global Perspective on External Positions” in Richard Clarida, ed., *G-7 Current Account Imbalances:Sustainability and Adjustment*, National Bureau of Economic Research
- [16] Mann, Catharyne L.,(1999) “*Is the U.S. Trade Deficit Sustainable?*” Washington,DC: Institute for International Economics

- [17] Obstfeld, Maurice and Rogoff, Kenneth S.,(2005) "Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustment," *Brookings Papers on Economic Activity*,1:2005, pp. 67-123
- [18] Thomas, Charles P., Francis E. Warnock, and Jon Wongswan, (2004) "The Performance of International Equity Portfolios", Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, no. 817.
- [19] Tille, Cedric, (2005), "Financial Integration and the Wealth Effect of Exchange Rate Fluctuations," *FEB New York Staff Report*, No.226